

東急不動産ホールディングス株式会社
中期経営計画 2030 および 2025 年 3 月期決算 説明会における主な質疑

Q. 海外事業について、2025 年度赤字の計画から 2027 年度に営業利益 10 億円とするため、今後こういった対策を進めていく予定か、現時点の進捗を聞きたい。

A. 2025 年 3 月期は、米国において、サンフランシスコ近郊のオークランドの賃貸住宅で損失処理を 54 億円実施しました。物件損益のレベルで営業赤字の案件は、オークランドが唯一でしたので、今後このような損失処理が発生する予定は今のところありません。

NY425 パーク・アベニューは契約ベースで 100%の稼働に至っており、損益の改善が今後見込まれます。米国では、2027 年に向けて金利の低下が進むことを見込み、それに伴って 2027 年頃に、米国不動産売買マーケットも正常化すると想定しております。

海外事業の投資は中期経営計画でも一定程度のボリュームを継続する計画です。米国では、今後は基本的に、期中利益が取れる優先出資、あるいは長期保有前提のアセットへ投資をし、ポートフォリオを転換し損益改善を図っていく予定です。

また、アジアは、今まで数年掛けて、投資を積上げたものが、2027 年度前後から刈り取り段階となってまいります。

海外事業は、投資から結果が出るまで 3~4 年程度掛かります。そのため、2027 年度営業利益 10 億円に向けた投資の多くは既に完了しており、事業環境の変化には注視してまいります。27 年度の営業利益 10 億円は十分に達成可能であると判断しています。

Q. 長期経営方針で掲げる 2030 年度の営業利益 1,500 億円以上を 2025 年度達成見込みであるが、昨年度までの前中期経営計画が上手くいった要因は何か？

A. コロナ禍になったタイミングで社長に就任し、就任後最初の決算説明会で、当社グループの特徴である事業領域の広さを、真の強みに変えるとお話したのが 5 年前です。最初に事業ポートフォリオ再構築を着手しなければならないと申し上げ、翌年度からそれを進めてきました。

再構築のターニングポイントになったのは、東急ハンズを切り離すことができたことです。これがその後も構造改革を進められた一番大きなポイントだったと思っています。東急ハンズは残念ながら、我々のノウハウで何かやれる状況ではございませんでした。前中期経営計画の財務目標を 2 年前倒しで達成できたことや、営業利益 1,500 億円が今年度射程圏内に入ったことの最大の功劳者は事業環境だったと思います。ただ、その事業環境を各役員、各社員がうまく捉えて、利益に結びつけることができていると評価しています。

Q. 中期経営計画期間における売却益はどのように見ているか？ 現在の 500 億円ほどの水準が維持されるイメージか？

A. 中期経営計画資料の 9 ページに、利益構成の考え方をまとめています。従来は売却益の割合が全体利益の 4 割程度でしたが、中長期的に売却益の絶対額は大きくは変えずに全体利益に占める比率を低減していき、耐久性を向上させることが本中期経営計画の大きな考え方のひとつです。その考え方のもと、都市開発事業での売却益の割合を相対的に下げ、オフィス・商業施設については、既存物件のインカムによる収益を高めていきたいと考えています。広域渋谷圏を中心に賃料水準の拡大等で既存物件の収益拡大余地があり、これによりオフィス・商業施設事業の売却益比率を下げていく方針です。

再生可能エネルギー発電施設は、従来保有前提でしたが、本中期経営計画では一定程度回転させて売却益を計上する予定です。再エネ事業のビジネスモデルをフィー収入の獲

得も拡大させるバリューチェーン型に変えていく中で、事業モデルを広げていきたいと考えております。

全体の売却益は、500 億円程度の水準を維持していく考えです。

Q. 中期経営計画期間における再エネ事業の営業利益のうち、発電事業以外が占める割合はどの程度か？

A. 本中期経営計画は、長期経営方針後半の強靱化フェーズと位置付けていますが、事業環境変化に耐性を持つことが強靱化のテーマだと考えています。強靱化を図る方法として、安定利益の拡大と、都市型不動産マーケットに連動しないコア事業を育てることの 2 つを、本中期経営計画に組み込んでいます。

その最たる例が、再生可能エネルギー事業であり、安定利益という観点では、再エネ事業の利益のうち、およそ 7 割を売電とフィーで上げていこうと考えています。

我々はこれまでは単なる再生可能エネルギー発電事業者として発電規模を拡大してきましたが、蓄電技術の進化とリニューアブル・ジャパン社の連結子会社化により、O&M（オペレーション&メンテナンス）事業という、不動産業でいえば管理業に相当する事業にも十分な経営資源を得ることができましたので、安定利益を伸ばしていく確度がより高まったと評価をしています。

Q. 中期経営計画で都市開発事業が、グロス投資額 2 兆 1 千億円に対して利益の伸びが小さく見える。大きな投資が中期経営計画の後ろの方に偏っていることが要因か？

A. 中期経営計画資料の 33 ページ、2024 年度のオフィス・商業施設事業の営業利益 561 億円が、2030 年度に 415 億円となっていることをご指摘いただいているかと思います。

2024 年度の 561 億円は Shibuya Sakura Stage の一部売却による売却益が大きなウエイトで含まれており、他物件も含めたオフィス・商業施設事業の売却益 300 億円程度を除いたものが基礎利益に相当するものでございます。これに対し 2030 年度の 415 億円は、うち約 100 億円が売却益で残り 315 億円程度は基礎利益となっており、基礎利益を成長させていく方針です。現在、既存物件の稼働利益改善が大きく見込める環境にあります。そのことを反映しております。本中期経営計画期間の大型開発では、東五反田と新宿駅西口の 2 つが大きなウエイトを占めていますが、それ以外にも広域渋谷圏でバリューアップを見込んだ回転型の投資などを組み込んでおり、それらによる収益の拡大も見込んでおります。現状、ややキャピタル依存型になっているものを修正していこうと考えています。

住宅事業の数字も 2027 年度、2030 年度に向けて大きく伸ばす計画ですが、再開発都心型案件が刈り取り期を迎えつつあります。これにより高額物件が増え、利益率が高い物件を中心とした計上が 2027 年度までは見えており、また、2030 年度までも、かなり自信を持ったラインナップを予定しています。住宅事業も、十分に利益拡大ができると自信を持っております。

Q. 今後の渋谷再開発の状況は？大型再開発は 2030 年度以降の竣工となるものが多いので、その建築コスト上昇の影響や利益寄与はこの中期経営計画期間には無いということか？

A. 渋谷において、Shibuya Sakura Stage のような大型案件の竣工は、2030 年度までではございません。現在、取り組んでいる大型案件については 2030 年度以降に竣工してくるものになります。渋谷の再開発に対する投資が少ない時期にはなりますが、渋谷再開発に対する投資意欲は衰えることなく、本中期経営計画の重点テーマの一つに広域渋谷圏戦略を掲げている通り、今後も渋谷への投資を推進していきます。

渋谷のオフィス市況は大変好調で、渋谷エリアの当社物件では、昨年度、賃料改定の時期が来た契約では **100%増額**にに応じていただいております、そのうち半分以上が **10%以上**の賃料値上げに応じていただいております。

不動産投資以外でも、ハーバード大学や MIT といった「学」との連携で広域渋谷圏のスタートアップ企業の育成を支援することや、都市観光でも様々な仕掛けをこれからも進めてまいります。**2027 年度、2030 年度**に向けて、街の魅力を一層高めていくことに伴う増益要因は十分にあると考えています。

Q. 長期的に D/E レシオ **1.8 倍**以下まで引き下げ、配当性向は **35%以上**、ROE**10%以上**、EPS 年平均成長率 **8%目標**と、リーズナブルによくできた中期経営計画だと思うが、さらに高い目標を掲げるアグレッシブな組み立てもできたかと思う。決して保守的とは思っていないが、マクロ的に不透明感が増していることも考慮し目標水準を設定したのか等の背景を教えていただきたい。

A. 当社の財務体質には、まだ改善余地があると認識しております。そのため、財務規律を守りながら成長投資をして、成長し続けていく。これが私どもの戦略の基本になります。

D/E レシオ水準を考慮しつつ成長投資に必要な投資額や経営資源を考え、配当性向は **35%以上**に設定させていただいています。

D/E レシオが **2 倍**を切る水準にまで改善されたら、より尖った方針を打ち出すことも考えられるようになるかと思いますが、まだその段階にないご理解いただければと思います。

Q. 再生可能エネルギー事業の収益は、安定性やレジリエンスの高いものとして見ていいか？また再エネ事業のリスクにはどのようなものがあるか？

A. 再生可能エネルギー事業は、オフィスビルと同等程度の安定性を持っていると評価しています。自然由来の再エネ電力は今後日本において益々求められていきますし、国内の電力需要も増えていく見込みであります。また、エネルギーの安全保障の面からも、再生可能エネルギーは、国策として推進していかざるを得ないと考えています。

従いまして、再生可能エネルギーのマーケットの成長について大きな不安は持っていません。電力価格も、今後、インフレが続く中では基本的には上がっていくであろうと考えられます。

再エネ事業はインフレに強い事業です。一旦、設備投資をしたら、更新投資が比較的に少ないことに加えて、電力価格が FIT 単価よりも上昇した場合には、FIT による売電から、電力需要家へ直接電気を売るように切り替えることもできます。

また、発電設備については、これまで **10 年**以上再エネ事業を推進してきた中で、故障や送電できないケースもありましたが、事業全体に大きな影響を与えるような事象は一度も経験しておりません。

太陽光パネルは、基本的に **20 年**償却としていますが、メーカー保証は **30 年**が一般的となっていますし、風力発電も同様に基本的に **20 年**償却ですが、それを上回る期間の稼働を見込むことができ、償却期間終了後の利益も十分期待できると思います。

発電施設のセカンダリー売買マーケットも、金融機関の方々からも安定資産として評価頂いており、懸念いただくような材料は少ないかと思っています。

再エネ事業のリスクとしては、原発再稼働が電力価格に影響を与える可能性があるかと思いますが、現時点では一斉に原発が再稼働し売電価格が下がっていくとは、想像しづらいと考えています。

Q. 米国でインカムを取るモデルを増やしていくとのことだが、2027 年度・2030 年度には海外事業のアセットをどの位の規模に増やしていく計画か？ ROA の観点で国内事業以上に高いリターンを出せるので海外事業を拡大するという理解でよいのか？

A. 海外事業の今後の資産規模の考え方ですが、引き続き回転型を中心とする事業展開をしながら、米国・アジア合わせて、3,000 億円以上の資産規模に拡大をさせていくというのが 2030 年度までの想定です。

基本的にはドル・コスト平均法のように安定的に投資と回収を繰り返すビジネスモデルとしていきたいと考えております。バリューアド型事業だけではなく優先出資や物流施設、長期保有型事業を組み入れながら、安定した収益基盤を構築してまいります。海外事業では ROA5～7%程度の水準を想定しております。

Q. 中期経営計画期間において、物流・産業施設の投資を 5,800 億円見込んでいるが、引き続き物流施設が中心か？冷凍冷蔵倉庫やデータセンター等の先進的な事業を増やしていく考えはあるか？

A. インダストリー事業は、単に物流施設を作っていくことだけ考えている訳ではありません。再生可能エネルギー事業を行っていますので、電力消費の多いデータセンターは、蓄電技術の発達により、再生可能エネルギーと紐づけた展開がやり易くなってきていると思っています。既に北海道石狩市で再エネ 100%のデータセンターを推進しています。また、物流拠点の周辺で、物流事業以外の産業の集積、関連した研究所、住居、商業施設のニーズが高まっているエリアがあり、私どものこれまでの地域開発のノウハウを活かして、産業団地を作る等、特色を出していきたいと思っています。

Q. 海外事業において、長期保有・優先出資でインカムゲインを増やすとのことだが、こちらのソーシングはどのように行っていく考えか？また、金利が高止まりしているので、投資の初期段階では赤字で、中長期的に金利が下がってくれば利益が出てくるといった見通しか？

A. 海外事業における案件のソーシングは、米国及びアジアそれぞれ現地の会社で行っております。特に米国では、昨年度までに現地組織を強化しており、ローカルスタッフの拡充や、これまでに繋がりのある企業様とのパイプを太くすることによってソーシング機能を強化しております。

長期保有前提のプロジェクトや優先出資案件は、投資をした年度から利益計上が可能です。今後は、そのような優先出資等へポートフォリオを振替えていきたいと考えています。

以 上